

徐工集团工程机械股份有限公司 2021 年面向专业 投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 10 月 11 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]3113D 号

徐工集团工程机械股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“徐工集团工程机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”和“徐工集团工程机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期公司债券品种一的信用等级为 **AAA**，品种二的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年十月十一日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
徐工集团工程机械股份有限公司	不超过 30 亿元，基础发行规模为 15 亿元，可超额配售不超过 15 亿元	本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期，品种二为 5 年期	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付	扣除发行费用后，全部用于偿还公司债务

评级观点：中诚信国际评定“徐工集团工程机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”和“徐工集团工程机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了工程机械行业景气度向好、完备的产品系列和领先的行业地位、技术研发实力突出、产能及产销量持续上升、收入规模和盈利水平提升以及融资渠道畅通等优势对徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“公司”或“徐工机械”）整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到工程机械行业受经济周期影响较大、应收账款处于较高水平、存在一定或有回购风险、债务规模持续增长以及债务期限结构有待优化等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

徐工机械（合并口径）	2018	2019	2020	2021.6
总资产（亿元）	612.50	772.92	917.97	1,053.78
所有者权益合计（亿元）	303.41	336.46	341.71	373.10
总负债（亿元）	309.09	436.45	576.27	680.68
总债务（亿元）	177.63	240.30	297.66	335.03
营业总收入（亿元）	444.10	591.76	739.68	532.34
净利润（亿元）	20.56	36.45	37.46	38.30
EBIT（亿元）	25.60	44.49	48.99	--
EBITDA（亿元）	36.13	55.12	60.80	--
经营活动净现金流（亿元）	33.09	51.36	27.89	37.51
营业毛利率(%)	16.69	17.45	17.07	15.80
总资产收益率(%)	4.61	6.42	5.79	--
资产负债率(%)	50.46	56.47	62.78	64.59
总资本化比率(%)	36.93	41.66	46.56	47.31
总债务/EBITDA(X)	4.92	4.36	4.90	--
EBITDA 利息倍数(X)	10.36	15.08	10.08	--

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于公司提供的经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018-2020 年财务报告以及未经审计的 2021 年半年度财务报表整理；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他非流动负债中的带息债务；3、公司提供的 2021 年半年报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正 面

- **工程机械行业景气度持续向好。**下游基建以逆周期调节为依托，叠加设备更新需求不断释放及环保排放标准升级等因素，近年来工程机械行业景气度持续向好。
- **完备的产品系列和领先的行业地位。**公司产品线覆盖主要工程机械设备，完备的产品线有利于公司抗风险能力的保持。公司起重机械、道路机械等核心产品在国内市场占有率均保持首位。
- **研发投入较大，技术研发实力突出。**近年来公司不断加强产

品升级及技术研发，研发投入持续增加，2020 年研发投入占营业总收入的比重升至 5.07%。截至 2021 年 6 月末，公司累计拥有有效授权专利 6,075 件，其中发明专利 1,569 件、国际专利 99 件，研发实力突出。

■ **产能及产销量持续上升，收入规模和盈利水平持续提升。**近年来部分核心产品产能稳步扩张，新增产能消化情况良好；收入规模和盈利水平逐年提升。

■ **融资渠道畅通。**截至 2021 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 503.91 亿元，已使用 275.30 亿元，备用流动性充足。此外，作为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

关 注

- **需求受经济周期影响较大。**公司工程机械产品终端客户主要来自于与宏观经济状况高度相关的基建和房地产等行业，其收入和盈利水平易受到周期性波动影响。
- **应收账款处于较高水平，存在一定的或有回购风险。**公司销售方式中，分期付款等非全额付款方式保持在一定比例，造成 2021 年 6 月末应收账款余额处于较高水平，占用较多资金。同期末负有回购责任的融资租赁余额为 253.24 亿元，存在一定或有回购风险。
- **债务规模保持增长趋势，期限结构有待优化。**随着公司业务规模扩大，债务余额逐年增长，截至 2021 年 6 月末总债务为 335.03 亿元，且短期债务占比为 78.45%，债务结构有待优化。

发行人概况

公司成立于 1993 年 12 月 15 日，由徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）作为独家发起人，以其所属的工程机械厂、装载机厂和营销公司等经营性资产作为发起人资本，并通过向社会法人及内部职工定向筹资的方式设立；1996 年 8 月在深圳证券交易所上市（股票代码：000425），2009、2010 和 2018 年公司分别进行 3 次非公开发行股票，资本实力不断增强。公司主要产品包括工程起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械、桩工机械、消防机械等主机产品以及专用底盘、发动机和液压件等工程机械基础零部件产品。

产权结构：截至 2021 年 6 月末，公司总股本为 78.34 亿元，控股股东为徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”），持股比例为 38.11%，实际控制人为徐州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“徐州市国资委”）。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	主要产品
徐州重型机械有限公司	徐工重型	汽车起重机
徐州徐工随车起重机有限公司	徐工随车	随车起重机
徐州徐工基础工程机械有限公司	徐工基础	旋挖钻机、水平定向钻
徐州徐工筑路机械有限公司	徐工筑路	平地机、铣刨机
徐工重庆工程机械有限公司	徐工重庆	装载机
徐工集团财务有限公司	财务公司	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本次债券面值总额不超过（含）人民币 50 亿元，采取分期发行的方式，本期债券为第二期发行，本期发行规模不超过 30 亿元（含 30 亿元）。本期债券的基础发行规模为 15 亿元，可超额配售不超过 15 亿元。本期债券分两个品种发行，并引入品种间回拨选择权，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期，品种二为 5 年期。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次

债券不设担保。

本期公司债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务。

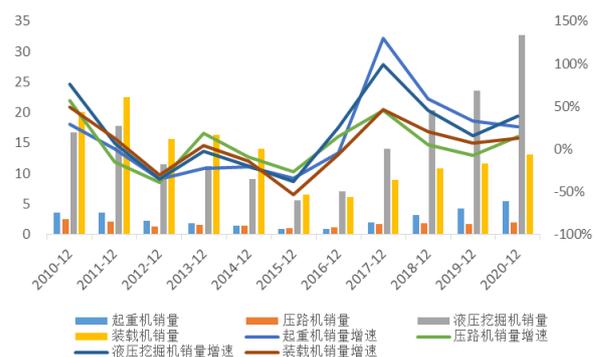
行业及区域经济环境

2020 年受疫情影响，工程机械下游需求延缓释放，但基建投资增速企稳，同时在更新周期来临、环保政策趋严、海外布局不断完善等因素的影响下，工程机械主要产品销量持续上涨，行业景气度保持高位

工程机械行业是国家装备制造业的重点产业之一，行业的发展与国民经济现代化发展和基础设施水平息息相关。同时，作为周期性行业，近五年以来均维持了正增长态势。

挖掘机占到工程机械行业的近六成份额，其次是起重机、推土机、平地机等大概占到 20% 的市场份额，另外包括高空作业平台、混凝土机、打桩机等在内的其他工程机械产品占到 20% 的份额。2020 年，纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品 32.76 万台，同比增长 39%。

图 1：主要工程机械产品年度销量及增速变动情况（万台、%）



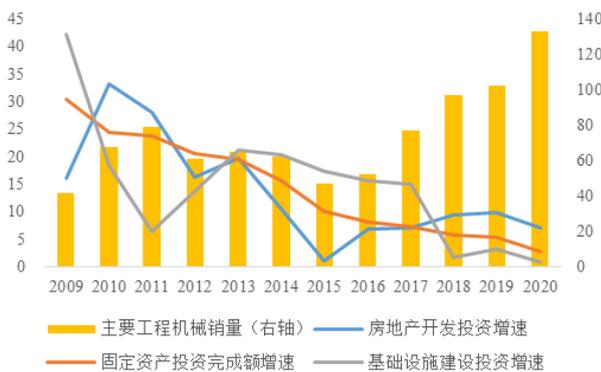
资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信国际整理

从全球竞争力来看，我国工程机械行业的竞争实力逐步增加，全球市场份额不断上升，同时国内市场中海外品牌占比亦不断下降。根据英国 KHL 集团发布的最新全球工程机械制造商 50 强排行榜（Yellow Table 2021），中国有徐工集团、三一重工、

中联重科、柳工股份等 10 家企业入榜。随着产品竞争力的提升以及业务布局的不断完善，国内龙头企业海外竞争力不断增强，在全球竞争格局中拥有越来越重要的地位。

从市场需求来看，工程机械行业下游领域拉动作用较为明显的有房地产和基础设施建设行业，与宏观经济发展密不可分。基础设施投资作为下游主要驱动因素之一，近年来均保持正增长趋势，2020 年全国基础设施投资完成额（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.9%，增速同比有所下滑；在经历上半年疫情影响后，下半年基础设施建设投资加速，带动 2020 年工程机械行业销量进一步提升。房地产开发投资增速与工程机械行业整体销量变动具有较高的一致性，2020 年疫情期间，虽然各地出台一系列放松措施，但随后政策迅速收紧，8 月政府出台“三道红线”政策，对房地产企业依靠债务得以扩张的发展模式形成有力约束，2020 年房地产开发投资 141,443 亿元，比上年增长 7.0%，增速回落 2.9 个百分点。预计 2021 年我国房地产投资增速仍将放缓，但考虑到房地产企业现存一定规模投资需求，且房地产企业韧性较强，仍将为工程机械产品需求提供一定支撑。

图 2：近年来我国主要工程机械产品销量与基建和房地产投资增速对比（万台、%）



资料来源：国家统计局、中国工程机械商贸网，中诚信国际整理

工程机械行业更新换代需求亦是本轮行业景气度上升的重要因素，通常情况下，工程机械产品的寿命周期约为 8~10 年，上一轮销售高峰集中在

2008~2011 年，各产品销量均在 2011 年达到顶峰，2016~2021 年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。工程机械自然更新换代高峰将于 2021 年接近尾声，未来 1~2 年内上述产品预计仍将有一定规模的自然更新换代需求，但难以为销售量的高速增长提供保障。

我国非道路移动机械领域作为环保管理的薄弱环节，大部分工程机械设备都处于无人监管状态，随着近年来环保政策不断升级，对于非道路移动机械的环保监管正式进入“高压”时期。2020 年 12 月 28 日，生态环境部办公厅发布《〈非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法(中国第三、四阶段)(GB 20891-2014)修改单〉》中指出自 2022 年 12 月 1 日起，所有生产、进口和销售的 560kW 以下（含 560kW）非道路移动机械及其装用的柴油机应符合本标准第四阶段要求，自 2020 年 12 月 28 日起，各相关地方标准停止执行。此外，道路移动机械方面，2019~2023 年将陆续进入国六排放标准。严格的环保要求将加速淘汰高排放机械，进一步催生工程机械设备的更新需求；同时，距离国四标准实施仍有两年时间，且考虑到相关具体措施及执行力度仍存在不确定性，后续对工程机械销量拉动作用仍有待进一步关注。

近年来，国际工程机械市场需求也出现较好的增长态势，中国企业在“一带一路”国家对外承包工程项目累计营业额持续增加，直接带动了工程机械产品向沿线国家的出口，在拉动整体销量增长的同时，工程机械产品出口有助于平滑国内周期性波动风险。近年来我国工程机械出口量和出口金额均呈快速增长态势，以挖掘机为例，2019 年以来其出口量呈现上升趋势，同比增速维持在 39.35% 的较高水平。但 2020 年以来，海外疫情开始加速蔓延，受此影响工程机械出口一直维持下降趋势，1~9 月同比降幅均超过 10%，10 月和 11 月当月出口额同比出现增长，增幅分别为 0.54% 和 6.88%，出口额累计同比下降 15%。2021 年，受益于海外疫情缓和及国际市场需求逐步释放，上半年中国工程机械产品

出口额为 150.76 亿美元，同比增长 55.14%。但疫情蔓延的形式依然险峻，未来工程机械产品出口情况面临一定不确定性。

中诚信国际认为，2020 年一季度受新冠疫情影响，行业下游需求释放有所延后，二季度以来主要工程机械产品销售情况均迅速转好，行业保持了良好的增长态势。本轮工程机械设备更新换代高峰已接近尾声，但考虑到我国固定资产投资规模较大，加之环保政策趋紧推动老旧设备淘汰，预计 2021 年工程机械下游需求仍将保持相对稳定，或将为工程机械行业销量提供支撑。

发行人信用质量分析概述

受益于工程机械行业高景气度延续，近年来公司起重机械、铲运机械、筑养路机械等传统产品产销量不断上升，行业龙头地位显著

起重机械是公司最具竞争优势和规模优势的产品。受益于下游需求拉动以及设备更新换代需求增长，公司起重机械销量逐年增加，产销率维持在 90% 以上。具体看，公司移动起重机市场占有率行业第一，其中，汽车起重机是公司的传统优势产品，在起重机械产总销量中占有较大的比重。近年来公司加大市场拓展力度并持续完善售后服务系统，QY25 吨系列等明星型号市场保有量持续上升，并陆续下线 60 吨级、75 吨级、85 吨级产品，目前产品涵盖了从 8 吨到 120 吨以上所有的产品类别。公司全地面起重机技术水平和创新能力均达到国际先进水平，覆盖 QAY25-QAY1000 共 15 个品种，成功替代进口，国内市场占有率接近 50.00%。2020 年，公司自主研发的千吨级全地面起重机 XCA1600 实现销量 28 台，在风电吊装领域的优势地位进一步强化。在市场需求向好及上述利好因素的共同影响下，近年来公司汽车起重机产能利用率和产销量持续上升；此外，公司的履带起重机和随车起重机产销量亦实现快速增长，2018~2020 年上述两种产品的销售复合增长率分别为 24.03% 和 16.77%，且产能利用率亦持续提升。近年来，公司加快大吨位

高端产品的研发布局，2020 年，公司第三台 4,000 吨级履带式起重机 XGC88000 成功交付中油一建，该型号适用于石化、火电、核电等行业超大型吊装工况，是目前国际起重能力最大的履带式起重机。

表 2：公司起重机械产销情况（台/年、台）

类型		2018	2019	2020	2021.1~6
汽车起重机	产能	15,800	15,800	20,400	20,400
	产量	14,833	16,705	22,086	14,479
	销量	13,991	17,255	21,435	14,880
履带起重机	产能	500	960	1,200	1,200
	产量	907	1,062	1,372	1,067
	销量	823	1,034	1,283	1,117
随车起重机	产能	10,000	10,000	11,000	16,374
	产量	9,067	10,183	12,872	8,285
	销量	8,516	10,017	11,613	9,456
产量合计		24,807	27,950	36,330	23,831
销量合计		23,330	28,306	34,331	25,453

资料来源：公司提供

铲运机械板块近年来保持了稳定的发展态势，主要产品为装载机。装载机行业较为成熟，市场集中度较低，2020 年公司装载机市场占有率同比提升 2.1 个百分点，处于行业前列；公司装载机型号主要集中在中小型，以 30 型（3 吨）和 50 型（5 吨）为主，其中 50 型销量在总销量中占比达到 56.97%。公司装载机产品已形成较好的规模优势，受益于工程机械行业的回暖，近年来产销量逐年增加，产能利用率持续提升，近三年销量复合增长率为 15.41%，产销率维持在 90% 以上。

表 3：公司装载机产销情况（台/年、台）

	2018	2019	2020	2021.1~6
产能	20,000	20,000	21,000	21,000
产量	16,240	21,028	22,364	15,352
销量	16,042	19,655	21,368	16,223

资料来源：公司提供

筑养路机械产品主要包括压路机、摊铺机和平地机等。公司连续多年稳居国内筑养路机械行业第一位，且主要产品市场占有率不断上升，2020 年压路机、摊铺机市场占有率分别提升 4 个、10.7 个百分点。2020 年，在基建项目投资推进以及存量机械

产品更新需求带动下，压路机产销量保持增长，平地机市场占有率位居行业龙头地位，260 到 550 马力大型矿用平地机已全面进入力拓、必和必拓、淡水河谷、俄罗斯 KBA 矿业公司和国内大型能源集团。公司是国内最早从事全液压摊铺机制造的企业，在摊铺宽度 6 米以上的液压式摊铺机产品中占据绝对市场优势，受益于下游需求复苏以及市场拓展成效显现，摊铺机产销量亦不断增长。

表 4：公司主要筑养路机械产销情况（台/年、台）

压路机	2018	2019	2020	2021.1~6
产能	6,000	6,000	11,170	11,170
产量	5,867	5,642	7,326	5,155
销量	5,475	5,890	7,770	5,706
摊铺机	2018	2019	2020	2021.1~6
产能	700	700	1,175	1,175
产量	642	835	1,180	869
销量	650	873	1,177	817

资料来源：公司提供

公司桩工钻孔机械产品包括水平定向钻、旋挖钻机以及连续墙抓斗等。2020 年，公司水平定向钻机和旋挖钻机市场占有率均稳居国内行业第一位，其中 280 以上大吨位旋挖钻机市场占有率超过 60%。近年来，受益于下游建筑工程行业需求向好，外加公司大力培育的煤机、深井钻、隧道施工等成套装备产业化发展迅速，该板块产销量逐年大幅提升。

表 5：公司主要桩工机械产销情况（台/年、台）

	2018	2019	2020	2021.1~6
产能	2,650	2,975	3,000	3,600
产量	2,859	2,950	3,576	2,567
销量	2,814	3,158	3,541	3,048

资料来源：公司提供

公司消防机械、高空作业平台主要由子公司徐工消防安全装备有限公司负责生产。消防机械主要包括十余种型号的高空消防车和举高喷射消防车，其中 DG100 型号高空消防车的举升高度达 100 米；2020 年公司举高类消防车市场占有率位居国内市场第一位。随着消防行业的发展以及建筑行业从业人员安全意识的提升，市场对举升类消防车等消防机械的需求不断增加，近年来消防机械销量不断增

长，但公司消防机械产品产能利用率目前仍处于较低水平，产能尚有待进一步释放。公司高空作业平台分为直臂、曲臂、剪叉三大系列，受益于高空作业平台智能制造项目逐步完工投产，近年来公司高空作业机械产能及产量快速增长，且下游消化情况较好，产销率维持在较高水平。

表 6：公司高空作业机械产销情况（台/年、台）

消防机械	2018	2019	2020	2021.1~6
产能	600	600	600	600
产量	385	365	448	182
销量	338	353	414	192
高空作业平台	2018	2019	2020	2021.1~6
产能	3,000	8,000	17,000	17,000
产量	5,156	5,884	13,580	11,902
销量	4,226	6,172	13,766	11,632

资料来源：公司提供

公司始终重视研发投入，并加快推进核心零部件研发；公司拥有良好的销售渠道和灵活的销售政策，但由于信用销售比例上升，面临一定或有回购风险

公司始终重视产品和技术研发，近年来研发投入规模持续上升，2020 年研发投入同比增至 37.52 亿元，占同期营业总收入的 5.07%，主要用于关键核心技术研究、重大实验设备设施建设；截至 2021 年 6 月末，公司累计拥有有效授权专利 6,075 件，其中发明专利 1,569 件、国际专利 99 件，累计制订国际标准 5 项、国家及行业标准 180 项。高端产品创新方面，公司首创的轮履两用概念起重机、5 吨液化天然气装载机、全球最大吨位 XR800E 超大型旋挖钻机、全球最大吨位 XZ13600 水平定向钻机等多个产品填补了国内相关领域空白。研发成果方面，“全地面起重机关键技术开发与产业化”等 5 个项目获得国家科技进步二等奖，“组合式自拆装平衡重装置”获得中国专利金奖。

为提升工程机械产品差异化竞争优势、降低核心零部件的进口依赖，近年来公司加快推进高端液压阀、新型传动件、履带底盘技改项目，目前已自主掌握全套液压、传动元件、智能控制元件及高端铸造技术，核心零部件自给率有所提升。公司与贾

汪区共建徐工配套产业园区，发展工程机械零部件配套产业和主机产业集群。

公司目前已形成覆盖国内 30 余个省份的营销网络，同时拥有长期稳定合作的签约经销商接近 300 家及其地市级网点 2,300 多个，有效地保障了客户的产品和服务需要；跟踪期内，公司进一步强化在“一带一路”沿线国家布局优势，截至 2020 年末，公司在海外拥有 300 家经销商，40 个办事处，140 多个服务备件中心，营销网络覆盖全球 180 余个国家和地区。此外，公司加大国际市场直销渠道拓展，在巴西、俄罗斯、印度、尼日利亚等国家成立分子公司。**中诚信国际认为**，近年来公司全球化产业布局及营销网络持续完善，国际品牌影响力持续提升，但受新冠肺炎疫情影响，2020 年海外业务收入较上年减少 17.94%。中诚信国际将对公司和海外业务修复情况以及汇率波动和政策风险对公司海外业务的影响保持持续关注。

为应对较为激烈的市场竞争以及价值较高的大吨位产品销售增加，近年来徐工机械融资租赁销售模式占比持续提升，目前公司融资租赁销售模式占比 24.71%，按揭销售占比 5.29%，全款销售和分期销售占比 70%。2021 年 6 月末，公司合并口径负有回购责任的按揭贷款余额为 53.40 亿元，负有回购责任的融资租赁余额 253.24 亿元，其中外部融资租赁公司 123.73 亿元，徐工集团内部融资租赁余额 129.51 亿元。**中诚信国际关注到**，公司融资租赁业务对资金占用程度加剧，同时公司通过强化资产抵押等贷后管理措施加强风险控制，中诚信国际将对公司融资租赁业务逾期情况以及面临的回购风险保持持续关注。

控股股东混合所有制改革完成，公司拟向徐工有限全体股东发行股份吸收合并徐工有限，徐工有限下属挖掘机械等优质资产将注入公司，实现工程机械板块整体上市，但面临一定不确定性；目前在建项目投资压力不大

徐州市国资委持续推进在公司控股股东徐工

有限层面引进央企、省企和民间资本的混合所有制改革。2020 年 4 月 1 日，徐州市人民政府国有资产监督管理委员会下达的“徐国资[2020]53 号”《关于对徐工有限混合所有制改革产业划分与资产整合实合实施方案的批复》文件，明确了本次混改的架构与范围。2020 年 9 月 16 日，徐工有限董事会决议同意公司根据江苏省产权交易所公开征集投资者的最终结果通过引进投资方增加注册资本，新增注册资本 1,203,875,722.00 元，由战略投资方及员工持股平台认缴，均以货币出资。2020 年 9 月 19 日徐工有限正式启动混改，截至 2020 年 10 月末，徐工有限股权结构已基本确定，第一批、第二批、第三批混改投资款已先后拨付。徐工有限混改已于 2020 年 11 月末结束，所有战投资金已全部到位。

2021 年 4 月 6 日，公司发布《徐工集团工程机械股份有限公司关于筹划重大资产重组事项的停牌公告》，称拟通过向控股股东徐工有限的全体股东以发行股份等方式对徐工有限实施吸收合并。根据公司于 2021 年 9 月发布的《徐工集团工程机械股份有限公司吸收合并徐工集团工程机械有限公司暨关联交易报告书（草案）》，本次交易涉及的审计、评估等工作已经完成，徐工有限 100% 股权的最终交易价格为 3,868,618.29 万元，由徐工机械以发行股份的方式支付本次交易的全部交易对价，按照发行价格 5.55 元/股计算，发行股份数量为 6,970,483,397 股，其中向徐工集团发行股份数量为 2,376,848,019 股，占发行后总股本的 20.11%。交易完成后，徐工有限持有的全部徐工机械股票将被注销，公司控股股东将由徐工有限变更为徐工集团，实际控制人未发生变更。目前，重组方案尚需经过多方部门和机构的审议和通过，面临一定不确定性。

中诚信国际认为，公司吸收合并徐工有限事项若能顺利完成，徐工有限下属挖掘机械等优质资产将注入上市公司，工程机械板块亦将实现整体上市，有利于提升整体竞争实力；公司资产、负债、权益、营业总收入及利润规模或将大幅上升。上述

重大资产重组不会对公司现有的生产经营活动构成重大影响，中诚信国际将对本次重大资产重组事项后续进展以及其对公司未来经营和整体信用状况的影响保持持续关注。

截至 2021 年 6 月末，公司重要在建项目以高

端产能建设及配套件产能建设项目为主，合计预算投资为 56.61 亿元，其中，高空作业平台智能制造项目、高端液压阀智能制造及产业化项目为前次非公开发行股份募集资金投资项目，且部分项目已处于收尾阶段，整体投资压力较为可控。

表 7：截至 2021 年 6 月末公司部分重要在建项目情况（亿元、%）

在建项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
徐工消防车智能制造产业化基地项目	6.84	100.00	100	其他
高空作业平台智能制造项目	12.35	40.00	96	募股资金
发展全地面起重机建设项目	19.93	99.00	99	其他
工程机械核心液压元件技术升级及智能化改造项目	2.50	96.00	98	其他
特种起重机装备及港口机械产业化项目建设	10.00	85.00	80	其他
高端液压阀智能制造及产业化项目	5.00	60.00	70	募股资金
合计	56.61	--	--	--

资料来源：公司提供

此外，根据公司于 2020 年 7 月发布的公告，其拟出资设立徐工产业并购基金，基金规模 100 亿元；其中，有限合伙人徐工机械、上海焱信投资有限公司和普通合伙人徐州徐工融创企业管理有限公司出资额分别为 51 亿元、49 亿元和 1,000 万元。基金投资期为 5 年，退出期为 3 年，投资标的将主要根据徐工机械战略需要选择；收益分配方面，超额收益的 20% 分配给普通合伙人，超额收益的 80% 按照各合伙人的实缴出资比例进行分配。

随着经营规模的扩大，近年来公司资产、负债和权益规模均呈现明显增长态势，资本结构处于相对合理水平；经营性业务利润持续增加，但资产减值损失对利润总额造成一定侵蚀；2020 年经营获现能力有所减弱，资本支出等投资需求增加使得筹资活动现金流维持净流入态势

伴随工程机械行业景气度上行，叠加环保政策升级及更新需求持续释放，公司收入规模逐年增加。受原材料价格上涨及公司主动调整产品结构等因素影响，近年来营业毛利率有所波动但整体处于较好水平。在收入规模上升和期间费用控制能力增强的带动下，公司经营性业务利润持续增长。2020 年，公司按照会计准则增加对应收账款逾期账龄组合的坏账准备计提比例，导致当年信用减值损失上

升较快，对利润总额形成较大侵蚀。2021 年上半年，收入规模同比大幅上升外加当期汇兑收益增加，共同带动利润总额同比大幅上升。

公司资产总额中流动资产占比较高，截至 2021 年 6 月末该比重为 77.67%，其中以应收账款、货币资金、存货为主。受经营规模扩大及分期结算比例上升影响，公司应收账款维持高位，且近年新增及技改产能陆续释放带动公司采购及生产规模上升，存货规模亦持续增长。伴随经营获现水平提高及融资规模加大，公司账面货币资金逐年增加，2021 年 6 月末受限金额 21.13 亿元，为 3 个月以上票据保证金。非流动资产方面，受部分在建项目转固影响，近年末公司固定资产规模持续走高。

近年来业务规模的扩大和项目建设的推进催生更大的资金需求，使得公司负债总额持续增加，其中以流动负债为主，主要由有息债务及应收账款组成，并呈逐年上升趋势；其中，应付票据和应付账款增幅较大，主要系原材料采购金额随销售规模扩大以及非现金结算比例增加所致。有息债务亦快速增加，其中短期债务占比较高，2021 年 6 月末为 78.45%，债务结构有待改善。

受益于利润的有效积累、非公开发行股票及永续期公司债的发行，公司所有者权益规模不断扩

大；此外，2018~2020 年公司分别进行分红 4.70 亿元、4.70 亿元和 7.83 亿元，占归属于上市公司普通股股东净利润的 22.98%、12.98% 和 21.01%。受有息债务增幅较大影响，近年末财务杠杆持续上升，但尚处于行业内合理水平。

表 8：近年来公司主要财务指标情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率	16.69	17.45	17.07	15.80
期间费用率	10.84	9.89	9.97	7.18
经营性业务利润	25.30	46.74	56.35	45.83
利润总额	22.15	41.02	42.96	43.45
流动资产	456.55	604.22	701.27	818.52
总资产	612.50	772.92	917.97	1,053.78
短期债务/总债务	78.50	73.10	78.54	78.45
总债务	177.63	240.30	297.66	335.03
总负债	309.09	436.45	576.27	680.68
所有者权益合计	303.41	336.46	341.71	373.10
资产负债率	50.46	56.47	62.78	64.59
总资本化比率	36.93	41.66	46.56	47.31
经营活动净现金流	33.09	51.36	27.89	37.51
投资活动净现金流	-29.17	-28.37	-10.19	-19.70
筹资活动净现金流	35.63	6.82	4.11	3.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年新增产能陆续投产使得公司经营采购支出增加，外加新冠肺炎疫情对下游企业回款造成一定负面影响，当年经营活动现金流同比减少较多；由于购置固定资产和生产线升级建设、智能化项目等资本支出需要，投资活动现金流始终保持净流出态势，但净流出敞口有所收窄；2020 年公司净偿还债券及借款，加之支付的股利同比有所增加，使得筹资活动净现金流同比减少。受融资租赁销售模式占比上升以及经营回款的改善，2021 年半年度公司经营活动现金流同比大幅增长；受融资规模、结构变动等因素影响，当期末筹资活动净现金流同比减少较多。

部分偿债指标虽略有弱化，较为充裕的可动用货币资金对短期债务偿付提供了有力补充；充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持；但规模较大的或有负债风险有待关注

2021 年 6 月末，公司债务主要由银行贷款、公

开发行债券等构成，其中银行贷款期限以 1 年期以内为主，债券融资将于 2 年内全部到期。

表 9：截至 2021 年 6 月末公司主要债务构成（亿元）

项目	类型	金额	1 年以内到期	1-2 年到期	2 年以上到期
银行贷款	信用借款/质押借款/保证借款等	99.97	56.05	39.52	4.40
债券融资	普通债券	35.00	15.00	20.00	--

注：债券融资未包含永续债；债券金额未包含发行费用摊销。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年利润总额增速放缓外加经营活动净现金流同比减少较多，外加有息债务持续增加，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度相应减弱。当期支付的股利金额亦较大，扣除利息支出和股利后的经营活动净现金流对总债务的覆盖能力显著弱化。

表 10：近年来公司偿债指标情况

	2018	2019	2020	2021.6
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.21	0.09	0.22*
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.49	14.05	4.62	--
总债务/EBITDA(X)	4.92	4.36	4.90	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	10.36	15.08	10.08	--
经调整的经营净现金流/总债务(X)	14.46	17.04	5.34	--
货币资金/短期债务	0.81	0.90	0.73	0.74

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年 6 月末，公司受限资产总额为 61.05 亿元，占同期末净资产的 16.36%，其中用于票据保证金的货币资金为 21.13 亿元，受限比例为 10.93%，扣除受限部分后，自有资金对短期债务的覆盖程度尚可。

同时考虑公司银行授信余额充足，截至 2021 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 503.91 亿元，已使用 275.30 亿元，备用流动性充足。此外，作为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

整体来看，随着业务规模扩张，公司持续加大融资力度，尽管未来一年内到期债务规模较大，但公司拥有较强的资金管理能力和畅通的融资渠道，且较为充裕的可动用货币资金对短期债务偿付提

供了有力补充，整体偿债压力尚可。

AAA。

其他事项

截至 2021 年 6 月末，公司合并口径对外担保总额为 306.64 亿元，占当期末净资产的 82.19%，系公司为按揭销售业务提供的回购担保以及为融资租赁业务提供的权益购买担保。公司合并口径负有回购责任的按揭贷款余额为 53.40 亿元，负有回购责任的融资租赁余额 253.24 亿元，其中外部融资租赁公司 123.73 亿元，徐工集团内部融资租赁余额 129.51 亿元。面临一定的或有风险，中诚信国际将持续关注公司负有回购责任的按揭贷款和融资租赁余额变化情况。

表 11：截至 2021 年 6 月末公司对外担保情况（亿元）

担保项目	担保额度	实际担保金额	担保类型	担保期限
按揭	60	53.40	连带责任担保	每笔担保期限不超过 5 年
融资租赁	260	253.24	连带责任担保	每笔担保期限不超过 6 年

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

截至 2021 年 6 月末，公司无影响其正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 09 月 28 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“徐工集团工程机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”和“徐工集团工程机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”的信用等级为

中诚信国际关于徐工集团工程机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

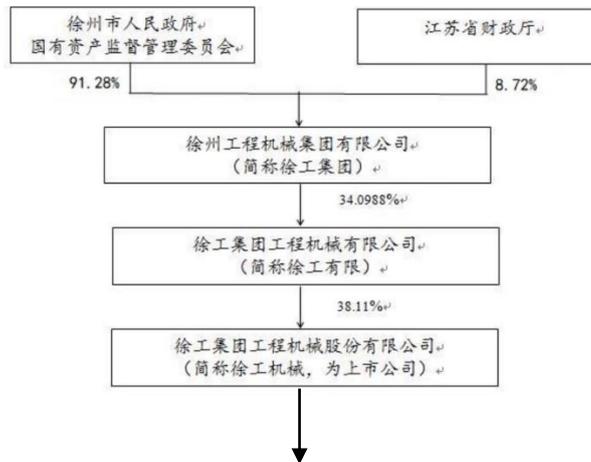
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

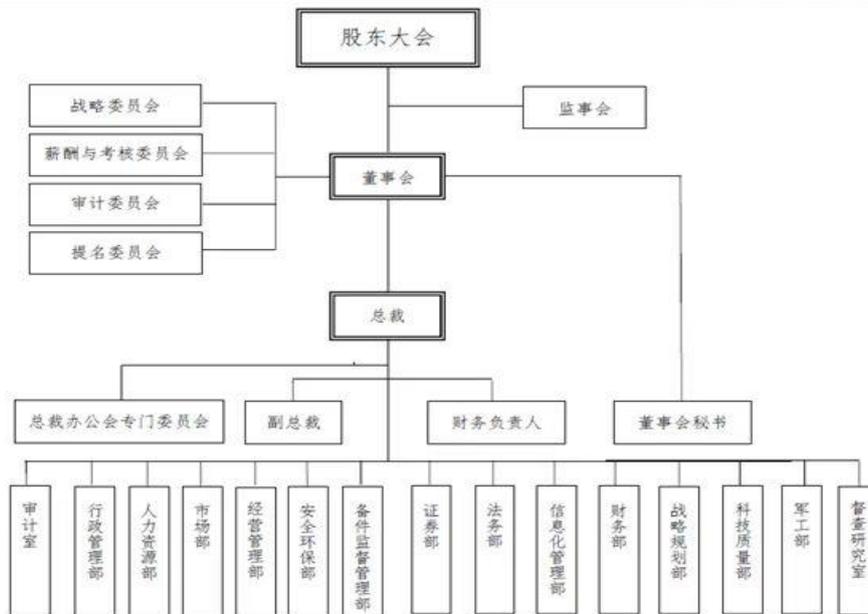
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：徐工集团工程机械股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



全称	简称	持股比例 (%)
徐州重型机械有限公司	徐工重型	100.00
徐州工程机械集团进出口有限公司	徐工进出口	100.00
徐州徐工投资有限公司	徐工投资	100.00
江苏徐工信息技术股份有限公司	徐工信息	45.00
徐州徐工环境技术有限公司	徐工环境	100.00
徐工消防安全装备有限公司	徐工消防	100.00
徐州徐工基础工程机械有限公司	徐工基础	100.00
徐州徐工液压件有限公司	徐工液压件	100.00
徐工集团财务有限公司	财务公司	100.00
徐工集团巴西制造有限公司	徐工巴西制造	99.85



资料来源：公司提供

附二：徐工集团工程机械股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.6
货币资金	1,129,531.77	1,577,686.01	1,702,133.17	1,933,290.19
应收账款净额	1,805,505.77	2,608,698.23	2,577,996.10	3,402,911.81
其他应收款	56,815.14	58,666.75	50,336.15	85,833.42
存货净额	1,019,645.93	1,049,197.52	1,306,070.03	1,394,841.64
长期投资	480,674.40	483,476.39	516,618.68	595,162.26
固定资产	717,890.88	759,617.65	797,209.22	815,787.63
在建工程	73,455.75	76,412.78	96,289.47	111,021.39
无形资产	220,225.86	239,698.94	249,351.14	269,444.05
总资产	6,124,988.23	7,729,165.71	9,179,717.67	10,537,835.08
其他应付款	169,924.23	222,682.85	290,447.91	355,468.00
短期债务	1,394,468.39	1,756,526.92	2,337,758.63	2,628,180.33
长期债务	381,823.29	646,485.77	638,828.69	722,139.57
总债务	1,776,291.68	2,403,012.70	2,976,587.31	3,350,319.90
净债务	646,759.91	825,326.69	1,274,454.15	1,417,029.71
总负债	3,090,937.13	4,364,546.88	5,762,652.09	6,806,844.34
费用化利息支出	34,546.71	34,623.89	60,333.03	--
资本化利息支出	329.46	1,923.88	0.00	--
所有者权益合计	3,034,051.09	3,364,618.83	3,417,065.58	3,730,990.74
营业总收入	4,441,000.56	5,917,599.89	7,396,814.86	5,323,382.37
经营性业务利润	252,979.78	467,426.10	563,495.87	458,341.39
投资收益	38,031.48	65,332.18	80,628.14	31,386.04
净利润	205,565.12	364,537.67	374,568.34	382,978.39
EBIT	256,029.74	444,852.06	489,923.94	--
EBITDA	361,268.65	551,183.36	607,956.60	--
经营活动产生现金净流量	330,871.27	513,559.40	278,919.23	375,098.72
投资活动产生现金净流量	-291,663.46	-283,685.64	-101,893.12	-197,028.55
筹资活动产生现金净流量	356,322.23	68,237.98	41,125.41	30,646.25
资本支出	178,865.39	235,315.27	205,284.50	168,202.64
财务指标	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率(%)	16.69	17.45	17.07	15.80
期间费用率(%)	10.84	9.89	9.97	7.18
EBITDA 利润率(%)	8.13	9.31	8.22	--
总资产收益率(%)	4.61	6.42	5.79	--
净资产收益率(%)	7.56	11.39	11.05	21.43*
流动比率(X)	1.69	1.64	1.38	1.36
速动比率(X)	1.31	1.35	1.12	1.13
存货周转率(X)	3.78	4.72	5.21	6.64*
应收账款周转率(X)	2.73	2.68	2.85	3.56*
资产负债率(%)	50.46	56.47	62.78	64.59
总资本化比率(%)	36.93	41.66	46.56	47.31
短期债务/总债务(%)	78.50	73.10	78.54	78.45
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.21	0.09	0.22*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.24	0.29	0.12	0.29*
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.49	14.05	4.62	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	14.46	17.04	5.34	--
总债务/EBITDA(X)	4.92	4.36	4.90	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.31	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	10.36	15.08	10.08	--
EBIT 利息保障倍数(X)	7.34	12.17	8.12	--

注：1、2021 年半年报未经审计；2、中诚信国际分析时将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收账款”；3、将“研发费用”计入“管理费用”；4、将公司计入“其他非流动负债”中的有息债务调整至长期债务核算；5、带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。